

## **“Effetto distretto”: esiste ancora?**

**Servizio Studi e Ricerche**  
Gennaio 2009

# “Effetto distretto”: esiste ancora?

Giovanni Foresti - Fabrizio Guelpa - Stefania Trenti\*

Abstract	2
1 Introduzione	2
2 Alcuni cenni sulla letteratura	4
2.1 Distretti e gestione industriale	4
2.2 Distretti e gestione finanziaria	5
3 La gestione industriale	5
3.1 L'analisi descrittiva	5
3.2 La verifica econometrica	10
4 La gestione finanziaria	15
4.1 L'analisi descrittiva	15
4.2 La verifica econometrica	17
5 Conclusioni	18
Bibliografia	20

Gennaio 2009

---

\* Intesa Sanpaolo, Servizio Studi e Ricerche; Piazzetta G. Dell'Amore, 3 – 20121 Milano  
email: giovanni.foresti@intesasnpaolo.com, fabrizio.guelpa@intesasnpaolo.com,  
stefania.trenti@intesasnpaolo.com

## Abstract

Il profondo mutamento del contesto competitivo internazionale sta avendo effetti rilevanti sui distretti, dove si sperimenta una crescente apertura verso l'esterno che, mettendo in gioco la rete di relazioni sociali ed economiche del territorio, può frenare il rinnovamento continuo dei vantaggi competitivi locali (competenze professionali, capacità imprenditoriali ed organizzative, ecc.). Se così fosse, allora può venir meno il cosiddetto "effetto distretto", ovvero l'insieme di fattori economico/sociali che hanno consentito, in passato, alle imprese lì posizionate di ottenere *performance* superiori rispetto a quelle localizzate in altri contesti.

L'analisi contenuta in questo paper, che si basa su un ampio campione di bilanci aziendali tratto dal *database* del Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, mostra come in termini di evoluzione delle esportazioni, del fatturato e della redditività industriale siano nel tempo svaniti i vantaggi localizzativi, così evidenti almeno fino alla prima metà degli anni Novanta. In particolare tra il 2002 e il 2005 le imprese distrettuali mostrano un Roi significativamente inferiore rispetto a quello osservato tra le imprese non distrettuali, a causa dell'emergere di un differenziale negativo in termini di margini unitari e dell'assottigliamento dei vantaggi offerti dalla maggiore efficienza tecnica.

**Parole chiave:** distretti industriali, ROI, leva finanziaria

**Classificazione Jel:** R12, L25, G32

## 1 Introduzione

Il mutamento del contesto competitivo internazionale sta avendo effetti rilevanti sull'industria italiana, spingendo le imprese a ridisegnare le proprie strategie e il proprio posizionamento sui mercati di sbocco.

I cambiamenti in corso sono numerosi. Tra questi spicca la forte crescita delle quote di mercato dei paesi emergenti che innalza le pressioni competitive, ridisegna la struttura delle relazioni economiche internazionali, modifica i rapporti tra imprese e amplia la frammentazione delle filiere produttive. Emergono nuovi percorsi tecnologici e di mercato, ed aumentano le probabilità, da parte dei soggetti innovatori, nelle fasi produttiva, organizzativa e distributiva, di appropriarsi dei benefici delle innovazioni introdotte, attraverso i brevetti, i marchi, la creazione di reti commerciali e distributive su scala internazionale. Diviene, inoltre, sempre meno cruciale la fase produttiva e manifatturiera in sé e acquisiscono centralità le funzioni immateriali, organizzative e/o manageriali, che diventano fonte di vantaggio competitivo, consentendo di gestire in maniera efficiente reti di produzione organizzate su scala globale, seguire con successo le nuove traiettorie tecnologiche e i gusti dei consumatori, costruire un *network* distributivo adeguato.

Il nuovo ambiente competitivo sta mettendo in discussione alcuni assi portanti del modello distrettuale italiano. Da un lato, la crescente appropriabilità ostacola il meccanismo di innovazione-imitazione caratteristico dell'interazione sociale e/o economica distrettuale, introducendo elementi idiosincratici di cui solo la singola impresa raccoglie i frutti. Le innovazioni, soprattutto nella fase a valle vicina al mercato, non riescono più ad essere al tempo stesso "inclusive verso l'interno (possono essere facilmente imitate) ed esclusive verso l'esterno (tagliano fuori i concorrenti localizzati altrove)" (Rullani, 2002).

Dall'altro lato, la frammentazione delle filiere produttive spinge le imprese distrettuali ad internazionalizzarsi, aprendo all'esterno le catene del valore, non solo negli anelli terminali (acquisizione di materie prime e vendita finale del prodotto), ma anche nelle fasi intermedie. Tali processi, peraltro difficili e complessi soprattutto per le imprese di minori dimensioni, possono modificare la trama delle relazioni intra-distrettuali, nel caso in cui i fornitori locali siano sostituiti da quelli esteri, rimettendo in gioco la coesione interna ai distretti. L'internazionalizzazione può, inoltre, se portata all'estremo, restringere il bacino di competenze manifatturiere locale.

La maggiore apertura verso l'esterno può assottigliare la rete di relazioni sociali, oltre che economiche, all'interno dei distretti. Vi è dunque il rischio che il venir meno delle relazioni di interdipendenza produttiva a livello locale ostacoli il rinnovamento continuo dei vantaggi competitivi (valori socio-culturali, competenze professionali, capacità imprenditoriali e organizzative) e allenti alcuni importanti nessi di cooperazione e solidarietà tipici dei distretti (Garofoli, 2006). Se così fosse, allora i distretti possono perdere la loro capacità di offrire esternalità alle imprese ivi localizzate. Può pertanto venir meno il cosiddetto "effetto distretto", ovvero l'insieme di fattori economico/sociali che hanno consentito, in passato, alle imprese lì posizionate di ottenere *performance* superiori rispetto a quelle localizzate in altri contesti, grazie anche al virtuoso meccanismo di innovazione-imitazione che ha caratterizzato il tessuto competitivo distrettuale.

Questi cambiamenti possono avere ripercussioni rilevanti anche sul fronte finanziario. La progressiva apertura dei distretti verso l'esterno e la maggiore attenzione agli aspetti non manifatturieri dell'attività d'impresa, con la focalizzazione sulle fasi innovativa, organizzativa e distributiva, si possono tradurre in un cambiamento dei fabbisogni finanziari delle imprese. Il mantenimento di un buon equilibrio tra la durata delle fonti di finanziamento e quella degli impieghi richiede, infatti, un allungamento della scadenza dei debiti finanziari, vista la lunghezza dei tempi di ritorno dei crescenti investimenti immateriali e non, posti a monte e a valle del processo produttivo. Può cambiare, inoltre, anche il tipo di servizio richiesto ai soggetti finanziari. Sempre di più, infatti, le imprese chiedono alle banche l'offerta di servizi non propriamente finanziari, che vanno dalla consulenza in campo di innovazione all'accompagnamento sui mercati internazionali. In questo nuovo contesto può in parte affievolirsi il vantaggio localizzativo offerto nei distretti dalla banca locale che in passato, grazie alla vicinanza strategica con l'impresa distrettuale, ha consentito di superare, almeno in parte, i problemi legati all'opacità informativa che discende dal peso elevato di aziende di piccola dimensione e dal fitto intreccio di rapporti di collaborazione e concorrenza tra attori distrettuali.

L'obiettivo di questo lavoro è quello di verificare se le trasformazioni in atto stiano condizionando la capacità dei distretti di offrire un vantaggio competitivo alle imprese che vi operano. L'analisi è condotta su un campione di bilanci aziendali tratto dal *database* del Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e composto da un *panel* non bilanciato di 25.670 imprese nel periodo 1991-2006. Si tratta di un periodo sufficientemente lungo e che contiene, al suo interno, diversi cicli economici e profondi cambiamenti del contesto competitivo esterno, come, ad esempio, l'affermazione di produttori localizzati nei paesi emergenti (Cina *in primis*) e l'introduzione dell'euro.

Gran parte dello studio sarà volto a verificare, sia attraverso un'analisi descrittiva, sia mediante semplici esercizi econometrici, se esistono e (in caso affermativo) come sono cambiati nel corso degli ultimi sedici anni i vantaggi localizzativi offerti dai distretti industriali in termini di *performance* sui mercati esteri, risultati della gestione industriale, politiche di finanziamento. Nel paragrafo 2 si introduce in estrema sintesi l'ampia letteratura che si è occupata sul piano teorico delle "economie esterne" distrettuali. I paragrafi 3 e 4 presentano una descrizione qualitativa e una stima empirica del ruolo assunto negli ultimi sedici anni dai distretti industriali

nell'influenzare le *performance* di crescita e reddituali e la gestione finanziaria delle imprese. Il paragrafo 5 conclude sintetizzando e interpretando i principali risultati ottenuti.

## 2 Alcuni cenni sulla letteratura

### 2.1 Distretti e gestione industriale

In passato il vantaggio competitivo offerto dai distretti industriali è stato spesso individuato sul fronte produttivo e utilizzato per spiegare le buone *performance* di un'industria italiana per lo più priva della grande impresa, dominata da soggetti di piccole dimensioni e specializzata in beni considerati tradizionali o maturi (tessile-abbigliamento, calzature, mobili, piastrelle, meccanica leggera). Questi beni sono prodotti in specifiche aree, i distretti appunto, dove ha luogo un'interazione virtuosa tra imprese e la conoscenza e, in particolare, il *know-how* produttivo, si trasmette velocemente da soggetto a soggetto. Il distretto, quindi, non è altro che "un'entità socio-territoriale caratterizzata dalla compresenza attiva, in un'area territoriale circoscritta, naturalisticamente e storicamente determinata, di una comunità di persone e di una popolazione di imprese industriali" (Becattini, 1989).

Nel distretto la capacità competitiva delle imprese industriali è legata alle caratteristiche socio-culturali del territorio. Il territorio consente di utilizzare economie esterne alle singole imprese, ma localizzate nel distretto e non trasferibili da un luogo all'altro, che consistono in un insieme di saperi, *know-how*, conoscenze tacite, competenze, esperienze, valori, interazioni sociali, coesione sociale, rete istituzionale che nel tempo si sono stabiliti e creati in microsistemi locali (Becattini, 1998)<sup>1</sup>. Sono proprio queste economie esterne, più uniche che riproducibili, che spiegano la competitività dei distretti industriali rispetto a strutture produttive alternative.

Grazie al distretto, l'assenza o la limitata diffusione della grande impresa nell'industria italiana non ha rappresentato nel passato un handicap, visto che le produzioni in cui il processo produttivo è tecnicamente suddivisibile in maniera efficiente sono state assicurate dall'interazione e dalla cooperazione tra imprese di piccole dimensioni (Viesti, 1992). Per questo la dimensione media dell'impresa non è un indicatore univoco di efficienza. Nei distretti, infatti, l'efficienza delle imprese è garantita dalla presenza di manodopera altamente qualificata, di fornitori (di beni intermedi ma anche di macchinari) e terzisti altamente specializzati e, più in generale, da una rete produttiva integrata e flessibile che crea ed alimenta economie di scala, interne al distretto ma esterne alle singole imprese, ed innalza la capacità di adattamento delle strutture produttive ai mutamenti del contesto competitivo. Il distretto, pertanto, può esprimere le sue potenzialità proprio nelle situazioni di maggiore complessità, incertezza e rischio, essendo in grado di adattarsi con rapidità e creatività a repentini mutamenti dell'ambiente esterno (Rullani, 2002).

Le esternalità offerte dai distretti non si limiterebbero alla sfera produttiva, ma si estenderebbero anche alla fase commerciale. Sul fronte commerciale, la presenza nei distretti di conoscenza condivisa non solo sul piano produttivo ma anche su quello distributivo, ridurrebbe le barriere di tipo informativo che frenano l'ingresso in nuovi mercati (Bugamelli e Infante, 2003). L'interazione continua tra attori del distretto innalzerebbe, infatti, il grado di conoscenza sullo stato della domanda, sul funzionamento istituzionale e sull'organizzazione della rete di

---

<sup>1</sup> Nelle parole di Rullani (2002) "il territorio, inteso come luogo in cui sono sedimentate cultura, storia, istituzioni condivise dagli operatori locali, funziona come un *frame* relazionale e comunicativo, capace di integrare migliaia di intelligenze decentrate e interdipendenti, che, interagendo tra loro, danno luogo ad un comportamento aggregato non solo organizzato, ma efficiente".

distribuzione dei paesi esteri. L'appartenenza ad un distretto industriale faciliterebbe, pertanto, l'accesso ai mercati esteri<sup>2</sup>.

### 2.2 Distretti e gestione finanziaria

Sul piano finanziario la teoria non fornisce a priori univoci. Da un lato, infatti, l'omogeneità della struttura produttiva industriale dei distretti rende più agevole e meno costosa l'attività bancaria di *screening* e *monitoring* della clientela. Al contempo, il peculiare tessuto produttivo distrettuale facilita la "liquidabilità" degli asset delle imprese, con indubbi vantaggi in termini di capacità di recupero dei crediti da parte dei creditori, bancari e non, delle imprese. Nei casi di chiusura aziendale, infatti, le immobilizzazioni materiali, ma anche le scorte di magazzino, possono essere cedute alle altre imprese del distretto con relativa facilità, grazie alle contenute distanze geografiche e, soprattutto, alla "vicinanza" in termini di specializzazione produttiva. Questa vicinanza può addirittura consentire di non perdere e/o disperdere il valore delle immobilizzazioni immateriali, che, al contrario, possono essere valorizzate da altre imprese. Si pensi, ad esempio, alla facilità con cui all'interno del distretto è possibile trasmettere conoscenza del portafoglio clienti che, come è noto, costituisce una fetta importante dell'avviamento di un'impresa. Un discorso analogo può essere fatto anche per l'attività innovativa, che, grazie al continuo scambio informale di conoscenze tacite e/o capitale umano all'interno dei territori distrettuali, può essere trasmessa formalmente e con relativa facilità da un'impresa all'altra. Tutti questi vantaggi offerti dai distretti dovrebbero tradursi in benefici in termini di costo e disponibilità del credito, soprattutto per le imprese di minori dimensioni, e, a parità di altre condizioni, in un livello del *leverage* bancario più elevato delle imprese distrettuali rispetto a quelle non distrettuali.

D'altro canto, esistono, però, alcune caratteristiche dei distretti che potrebbero influenzare negativamente l'accesso al credito bancario. Tra queste rientra certamente il grado di diversificazione del rischio, che nei distretti sarebbe più contenuto, sia da un punto di vista geografico che settoriale. Nei distretti, inoltre, la fitta rete di relazioni tra imprese può non esaurirsi agli aspetti produttivi e/o commerciali, ma estendersi anche al piano finanziario, portando alla creazione di un *network* con forti legami finanziari. Questi legami, riducendo la capacità delle banche di controllare la destinazione del finanziamento<sup>3</sup>, potrebbero inasprire i problemi di asimmetrie informative tra banche e imprese, rendendo più complessa la valutazione del rischio (Pagnini, 2000).

## 3 La gestione industriale

### 3.1 L'analisi descrittiva

L'effetto distretto, come si è visto, può riguardare diversi aspetti dell'operatività delle imprese: dall'evoluzione sui mercati esteri alla gestione industriale alla scelta delle fonti di finanziamento. La disponibilità di *database* sui flussi di commercio estero provinciali e, soprattutto, sui bilanci d'impresa<sup>4</sup> consente di realizzare un confronto approfondito tra imprese distrettuali<sup>5</sup> e imprese

---

<sup>2</sup> A questo proposito cfr. Bagella, Becchetti e Sacchi (1998), Becchetti, de Panizza e Oropallo (2003), Bugamelli e Infante (2003), Menghinello (2003), Federico (2006), Foresti e Trenti (2007a), Mediobanca e Unioncamere (2008).

<sup>3</sup> Secondo questa interpretazione, il credito concesso da una banca ad un'impresa alimentarebbe una vera e propria rete di crediti ad altre imprese, che, talvolta, sono sconosciute alla banca stessa.

<sup>4</sup> Il campione d'impresa è composto da società di capitale con più di un milione di euro di fatturato. Sono, quindi, escluse tutte le piccole e piccolissime imprese (principalmente subfornitori e terzisti) che rappresentano una parte importante del tessuto produttivo dei distretti.

<sup>5</sup> Per un elenco dei circa 100 distretti industriali analizzati si veda il Monitor dei Distretti, Servizio Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo, vari numeri. La selezione dei distretti rappresenta una sintesi degli elenchi

non distrettuali, sia attraverso un'analisi descrittiva, sia mediante alcuni semplici esercizi econometrici.

Il confronto sul piano industriale muove dall'analisi qualitativa contenuta in questo paragrafo e si arricchisce dell'esame econometrico contenuto nel prossimo, che consente di isolare l'effetto di una serie di fattori che, come la dimensione d'impresa, la specializzazione produttiva, la dislocazione geografica, possono influenzare le *performance* di crescita e reddituali delle imprese.

Per svolgere l'analisi descrittiva ed econometrica sono stati costruiti, per ogni coppia di anni dal 1990-91 al 2005-06, campioni chiusi di bilanci d'impresa, estratti dal *database* del Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e relativi all'industria manifatturiera<sup>6</sup>. I campioni dei diversi anni risultano simili per composizione, sia dal punto di vista delle dimensioni d'impresa che settoriali, e contengono, a seconda del biennio, da poco meno di 6.000 bilanci aziendali a poco più di 8.500 bilanci. Di questi, il numero di bilanci aziendali relativo ad imprese ubicate in distretti industriali varia da 1.700 a 2.500.

L'analisi della redditività della gestione industriale consente di studiare il posizionamento competitivo delle imprese. A ben vedere, infatti, i risultati della gestione industriale (Roi) non sono altro che la combinazione dei margini unitari e del tasso di rotazione del capitale investito, che, a sua volta, è influenzato dalla dinamica del fatturato, dal grado di integrazione verticale, dalla produttività del lavoro e dall'intensità del capitale investito<sup>7</sup>. Queste componenti spiegano il livello e l'evoluzione del Roi e forniscono indicazioni circa la capacità delle imprese di difendere

individuati dal Club dei distretti, dall'Istat e dalle Leggi Regionali che censiscono i distretti stessi. In particolare, la selezione è stata realizzata sulla base di due criteri: la rappresentatività (sono inclusi i distretti identificati da incroci provincia/settore in modo relativamente preciso, sia per quanto riguarda la dimensione territoriale sia per quanto riguarda il settore) e la rilevanza delle esportazioni (sono incluse quelle aree le cui esportazioni superano una soglia minima sul totale delle esportazioni italiane).

In questa analisi sono considerate come distrettuali solo le imprese localizzate in un distretto industriale che appartengono al settore di specializzazione del distretto stesso. In altre ricerche, invece, la definizione delle imprese distrettuali tiene conto solamente della localizzazione geografica e non anche della specializzazione produttiva. La scelta effettuata in questo lavoro risponde all'esigenza di realizzare un confronto tra le imprese distrettuali e non a parità di contesto competitivo esterno (andamento della domanda, posizionamento dei competitor, ecc.).

<sup>6</sup> I campioni biennali sono stati ripuliti dagli *outlier*, eliminando le imprese che presentavano valori di Mol/Fatturato, ROI, ROE e tasso di crescita del fatturato superiori (inferiori) al 99° (1°) percentile della distribuzione. Sono, inoltre, state escluse le imprese caratterizzate da costo del credito (oneri finanziari in % dei debiti finanziari), leva finanziaria (debiti finanziari/patrimonio netto), garanzie reali (debiti finanziari in % delle immobilizzazioni materiali), capacità di fronteggiare il costo debito (Mol in % degli oneri finanziari) superiori (inferiori) al 95° (5°) percentile della distribuzione.

A causa di una forte discontinuità nella serie presente nel database, legata all'inserimento di numerosi bilanci di imprese piccole e piccolissime, i campioni a partire dal 2001 sono stati costruiti, tramite estrazione casuale, in modo da rispecchiare la struttura dimensionale presente, in media, negli anni precedenti. Questi campioni consentono di realizzare un'analisi storica omogenea degli indicatori di bilancio, pur dando alle piccole imprese un peso inferiore rispetto alla rilevanza che ricoprono nel manifatturiero italiano.

<sup>7</sup> Più precisamente il ROI si ottiene moltiplicando il rapporto fra margine operativo netto (Mol al netto degli ammortamenti) e fatturato con il tasso di rotazione del capitale investito.

$$\text{Roi} = \frac{\text{Margine operativo netto}}{\text{Capitale investito}} = \frac{\text{Margine operativo netto}}{\text{Fatturato}} * \frac{\text{Fatturato}}{\text{Capitale investito}}$$

Il tasso di rotazione del capitale, a sua volta, è la combinazione del grado di integrazione verticale, della produttività per addetto e dell'intensità del capitale investito.

$$\frac{\text{Fatturato}}{\text{Capitale investito}} = \left( \frac{\text{Fatturato}}{\text{Valore aggiunto}} * \frac{\text{Valore aggiunto}}{\text{Dipendenti}} \right) \div \frac{\text{Capitale investito}}{\text{Dipendenti}}$$

e/o conquistare quote di mercato (che può essere misurata almeno indirettamente dall'evoluzione del fatturato), le politiche di esternalizzazione produttiva, la produttività del lavoro, l'intensità del capitale investito, il potere di mercato, che, sia pure approssimativamente, viene misurato dal *mark-up*, qui inteso come rapporto tra margini operativi netti e fatturato.

Lo studio delle componenti del Roi consente anche di isolare alcune caratteristiche chiave dei distretti, che secondo la letteratura spiegano parte delle esternalità offerte da queste aree. Sul piano teorico, infatti, la fitta rete di relazioni fra imprese distrettuali, spesso specializzate in fasi diverse del processo produttivo, porterebbe ad una "disintegrazione verticale" del ciclo produttivo, che, lungi dal creare inefficienze, innesterebbe uno scambio virtuoso di conoscenza, competenze e professionalità tra gli attori del distretto, con effetti positivi anche in termini di produttività del lavoro.

Iniziando il confronto dall'esame dell'evoluzione del fatturato (Fig. 1), si può osservare come nei primi anni Novanta le imprese distrettuali abbiano registrato una crescita superiore rispetto a quella sperimentata dai soggetti ubicati al di fuori dei distretti. Successivamente, però, questo vantaggio localizzativo sembra venir meno. Più, in particolare, dalla seconda metà degli anni Novanta sembra emergere una maggiore sensibilità alle varie fasi del ciclo economico delle imprese distrettuali, che, infatti, ottengono *performance* migliori nei periodi di espansione (2000, 2006) e incontrano maggiori difficoltà nei momenti di rallentamento (1996, 1998-'99, 2002-'04).

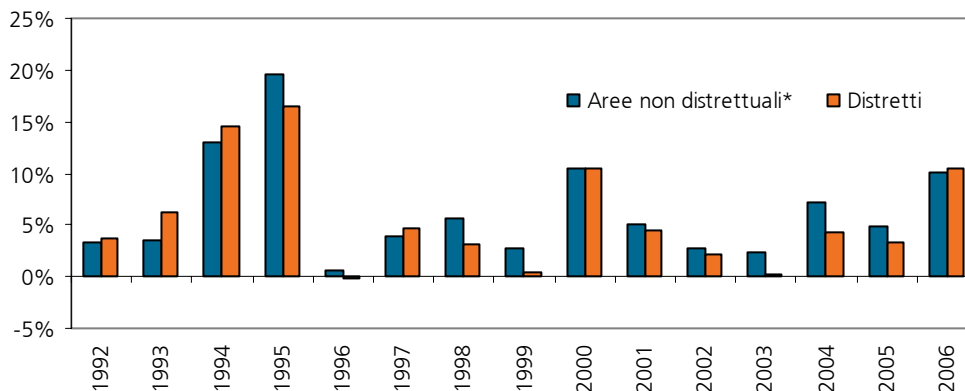
Il confronto della dinamica del fatturato complessivo riflette piuttosto fedelmente i risultati ottenuti dalle imprese sui mercati internazionali. Da uno sguardo all'evoluzione delle esportazioni<sup>8</sup> è sin da subito evidente come nella prima metà degli anni Novanta i risultati dei distretti italiani siano stati migliori rispetto a quelli delle aree non distrettuali, anche a parità di specializzazione produttiva (Fig. 2). Sembra pertanto che le imprese distrettuali abbiano saputo approfittare in modo più intenso rispetto a quelle non localizzate nei distretti della svalutazione della valuta italiana. Successivamente, però, questo divario di crescita si annulla, divenendo, negli ultimi anni, addirittura lievemente sfavorevole ai distretti. Nel periodo 2002-'05, infatti, in un contesto di rivalutazione dell'euro e di forte aumento delle pressioni competitive da parte dei produttori a basso costo, i distretti sembrano incontrare maggiori difficoltà, risentendo molto probabilmente anche della loro maggiore propensione all'*export* (Fig. 3).

---

<sup>8</sup> Per rendere "omogeneo" il confronto dell'evoluzione delle export, la performance delle aree non distrettuali è stata ottenuta combinando la struttura produttiva settoriale dei distretti con la performance conseguita dalle aree non distrettuali nei diversi comparti che compongono i settori. Questo accorgimento consente di tenere conto del diverso peso che hanno i vari settori economici all'interno dei distretti rispetto alle aree non distrettuali.

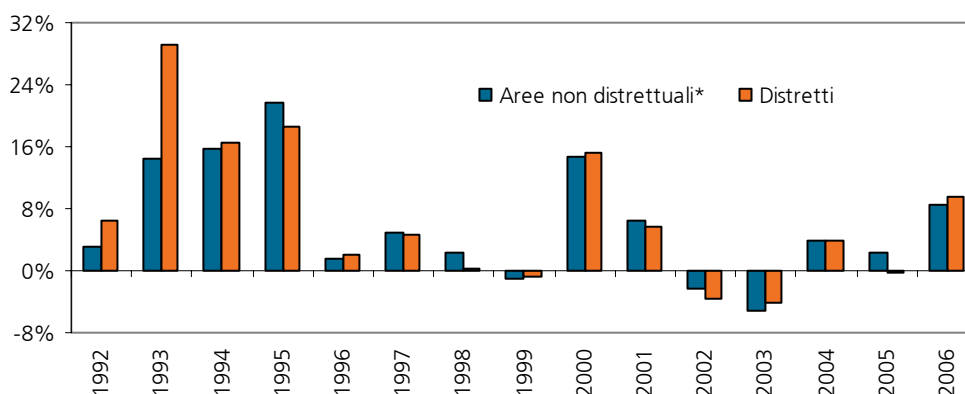
Non è invece stato possibile correggere i dati di bilancio delle aree non distrettuali per la composizione settoriale dei distretti. Gli indicatori dei non distretti sono pertanto solo a parità di specializzazione produttiva (non considerano cioè le imprese specializzate in produzioni non distrettuali come, ad esempio, l'automobile). Ciò può influenzare il confronto visto che nel campione delle imprese distrettuali è relativamente più elevato il peso delle imprese specializzate in Beni di consumo, nei Beni per l'edilizia del sistema casa (dove spicca il distretto delle piastrelle di Sassuolo) e nel mobile. Ciò è la conseguenza della specializzazione produttiva dei distretti industriali italiani, che è particolarmente accentuata in questi settori. Così come è evidente anche dai dati censuari, infatti, una buona fetta (superiore anche al 50%) degli addetti italiani impiegati nel Sistema moda, nel Mobile e nei Beni per l'edilizia del sistema casa, trova impiego nei distretti industriali. A questo proposito si rimanda a Foresti e Trenti (2007a) e a Intesa Sanpaolo (2008; capitolo 1). Nell'esercizio econometrico proposto nel prossimo paragrafo si "controlla" anche per la specializzazione produttiva.

Fig. 1 – Evoluzione del fatturato a confronto (variazioni %; valori medi)



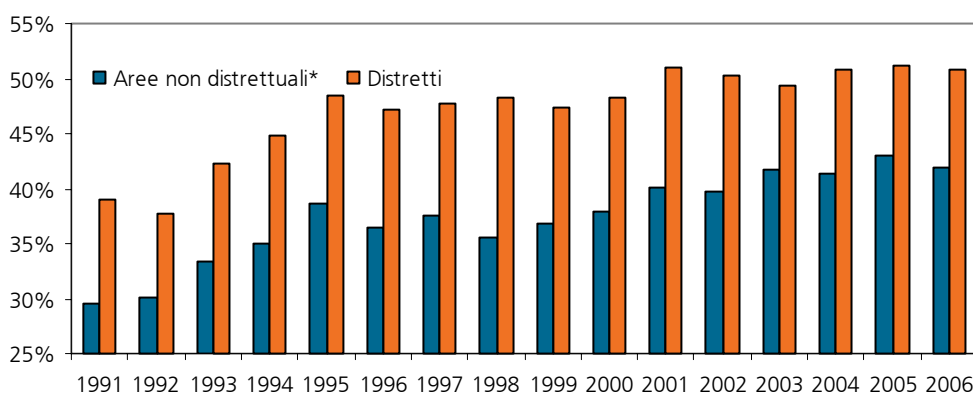
\* Imprese non distrettuali operanti negli stessi comparti dei distretti. Fonte: ns. elaborazioni su bilanci aziendali

Fig. 2 – Evoluzione delle esportazioni a confronto (variazioni % su valori cumulati)



\* Solo nei comparti di specializzazione dei distretti e a parità di struttura produttiva. Fonte: ns. elaborazioni su dati Istat

Fig. 3 – Propensione all'export delle imprese che esportano (esportazioni in % del fatturato; valori medi)

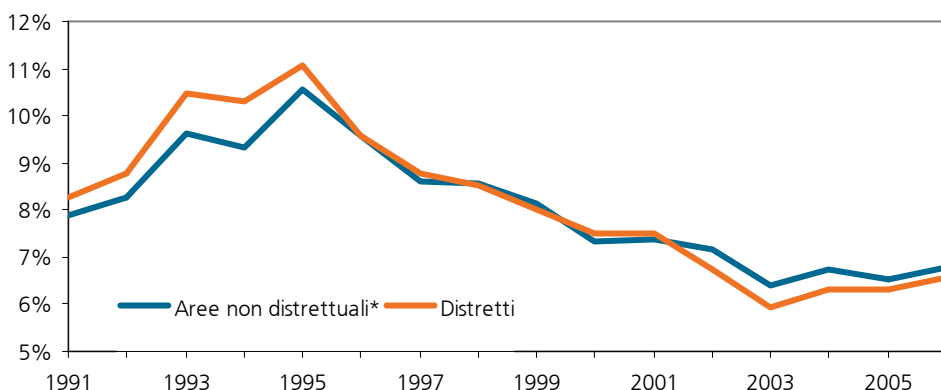


\*Imprese non distrettuali operanti negli stessi comparti dei distretti. Fonte: ns. elaborazioni su bilanci aziendali.

Quanto osservato a livello di fatturato ed esportazioni viene in parte confermato dall'evoluzione della redditività industriale. Dall'analisi reddituale emerge come nella prima metà degli anni Novanta le imprese appartenenti ai distretti abbiano sperimentato migliori condizioni di redditività industriale (ROI; Fig. 4) rispetto a quanto riscontrato dalle imprese non localizzate in

systemi locali. Ciò sembra principalmente spiegato dall'elevata efficienza dell'organizzazione del ciclo produttivo che innalza il grado di rotazione del capitale investito presente nei distretti (Fig. 5). Nei distretti, infatti, l'elevata frammentazione del processo produttivo consente un migliore sfruttamento del capitale investito, pur non garantendo, almeno in apparenza e senza tenere conto della diversa struttura dimensionale, produttiva e geografica delle imprese distrettuali, una più elevata produttività del lavoro.

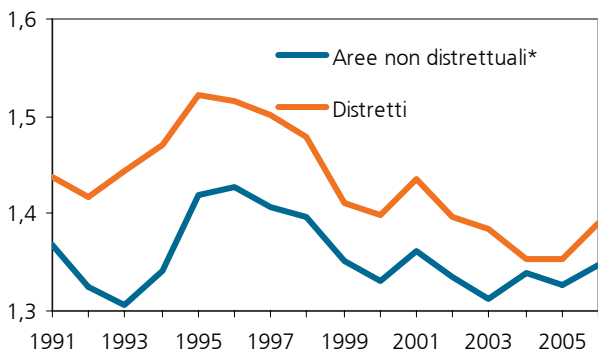
Fig. 4 – Evoluzione del ROI (valori medi)



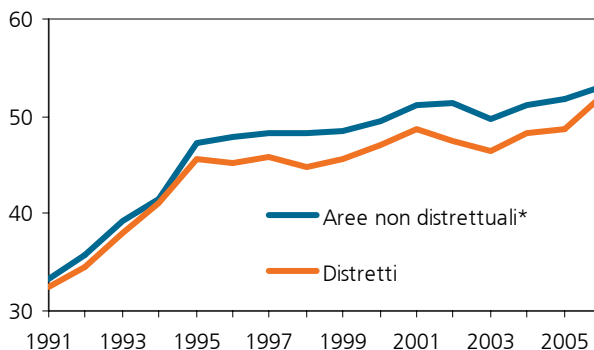
\*Imprese non distrettuali operanti negli stessi comparti dei distretti. Fonte: ns. elaborazioni su bilanci aziendali

Fig. 5 – Evoluzione del grado di rotazione del capitale e delle sue componenti (valori medi)

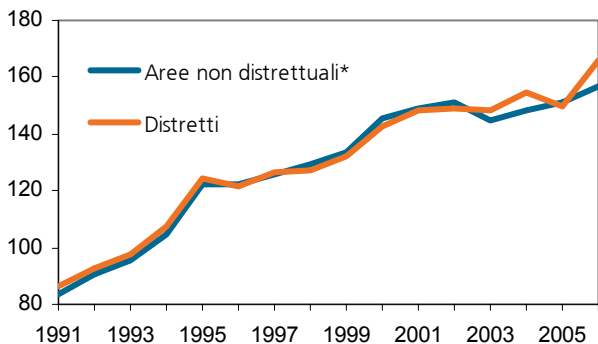
A - Tasso di rotazione capitale investito (fatturato / cap. investito)



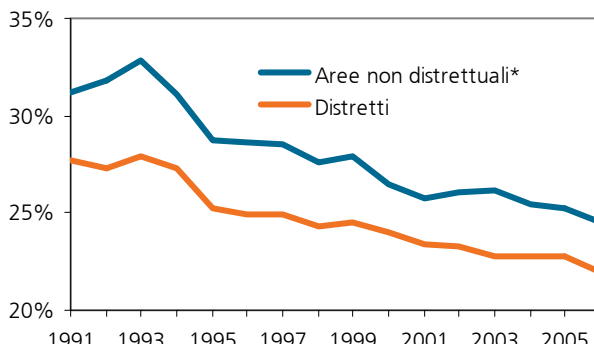
B - Produttività del lavoro (migliaia di € di valore aggiunto per dip.)



C - Intensità del capitale investito (migliaia di € di capitale investito per dipendente)

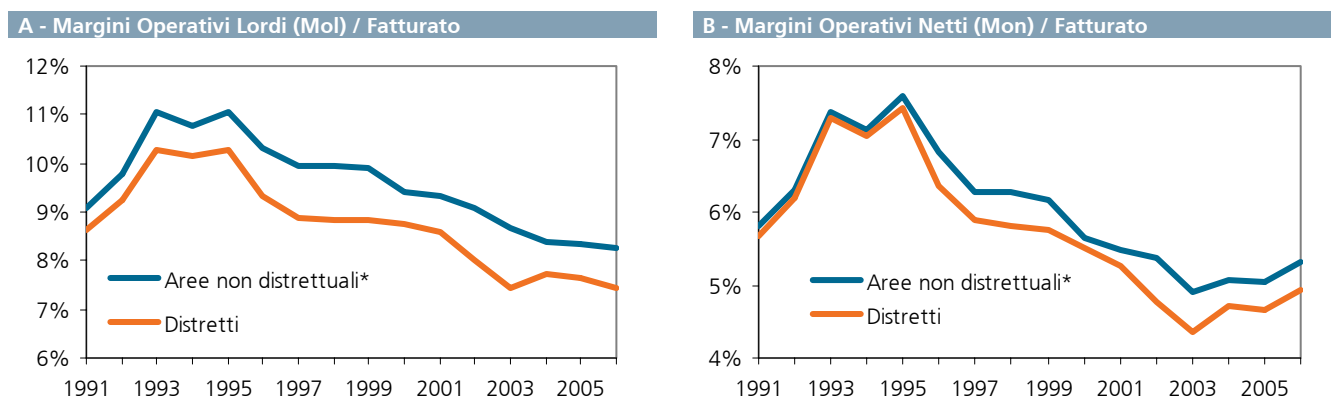


D - Grado di integrazione verticale (valore aggiunto in % del fatturato)



\*Imprese non distrettuali operanti negli stessi comparti dei distretti. Fonte: ns. elaborazioni su bilanci aziendali

Fig. 6 – Evoluzione dei margini (valori mediari)



\*Imprese non distrettuali operanti negli stessi comparti dei distretti. Fonte: ns. elaborazioni su bilanci aziendali

Nella seconda metà degli anni Novanta e tra il 2002 e il 2005, tuttavia, sia in termini di margini unitari che di dinamica del fatturato, le imprese distrettuali incontrano notevoli difficoltà, superiori a quelle delle imprese non distrettuali. L'evoluzione deficitaria del fatturato, legata anche ai problemi incontrati sui mercati esteri, si è tradotta in un peggioramento dell'efficienza nell'utilizzo del capitale (Fig. 5) che, insieme alla riduzione dei margini unitari (Fig. 6), si è riflessa in un deterioramento significativo della redditività industriale (Fig. 4).

### 3.2 La verifica econometrica

Quanto osservato può essere meglio approfondito con un semplice esercizio econometrico, che, a differenza dell'analisi descrittiva, consente di tenere conto contemporaneamente dei diversi fattori (specializzazione produttiva, localizzazione geografica, dimensioni aziendali, appartenenza ad un gruppo industriale, ciclo economico) che, insieme alla localizzazione in un distretto industriale, possono influenzare i risultati della gestione industriale.

Le stime sono state condotte su un *panel* non bilanciato di 25.670 imprese nel periodo 1991-2006 (per un totale di 106.703 osservazioni) costruito a partire dai campioni chiusi di bilanci d'impresa descritti nel paragrafo 3.1<sup>9</sup>. Si tratta di un periodo sufficientemente lungo e che contiene, al suo interno, diversi cicli economici, nonché periodi di svalutazione e rivalutazione del tasso di cambio.

L'esercizio econometrico è stato condotto su otto modelli presentati nella Tabella 1 e volti a spiegare la variazione annua del fatturato, il ROI e le sue componenti, attraverso un insieme di variabili di controllo (settore, dimensione, localizzazione, fase ciclica,..) e sedici *dummy* che catturano l'effetto dell'appartenenza ad un distretto nei diversi anni considerati.

I risultati ottenuti negli otto modelli (Tab. 2)<sup>10</sup>, oltre a confermare almeno in parte quanto osservato a livello descrittivo, consentono di interpretare meglio quanto avvenuto negli ultimi sedici anni, facendo luce su alcuni importanti cambiamenti che hanno interessato i meccanismi di funzionamento dei distretti industriali.

<sup>9</sup> Le stime mostrate tengono conto della correlazione dei residui tra imprese (*within year/cross sectional dependence*). A questo proposito cfr. *Cameron et al. (2006)* e *Thompson (2006)*, *Petersen (2008)* e *Gow et al. (2008)*. Il controllo di *within firm dependence* consente di stimare propriamente gli *standard errors*, che, in caso contrario, risulterebbero sottostimati.

<sup>10</sup> I coefficienti delle variabili di controllo assumono il segno atteso. I risultati sono disponibili su richiesta.

Il confronto in termini di evoluzione del fatturato, analogamente a quanto osservato a livello descrittivo, mostra come tra il 1991 e il 1994 le imprese distrettuali abbiano ottenuto *performance* migliori. Negli anni successivi, però, questo vantaggio localizzativo sembra svanire ed emerge la tendenza delle imprese distrettuali a “vivere” con maggiore intensità le fasi di ripresa e di rallentamento, così come è evidente dall’effetto positivo e significativo della *dummy* distretto sulla crescita nel 1997, nel 2000 e, infine, nel recupero sperimentato nel 2006. Al contrario, negli anni di rallentamento e/o arretramento i distretti subiscono penalizzazioni maggiori. La *dummy* distretto assume, infatti, segno negativo ed è significativa nel biennio 1998-’99, quasi in concomitanza della crisi dei mercati asiatici, e nel biennio 2003-’04, quando l’affermazione sui mercati mondiali dei paesi emergenti e l’apprezzamento dell’euro hanno posto sotto pressione l’industria manifatturiera italiana.

Tab. 1 – Modelli, variabili e indicatori

Variabili indipendenti	Misure	Gli otto Modelli: le variabili dipendenti							ROI <sub>t</sub>	Propensione all' <i>export</i> <sub>t</sub>
		Var. % del fatturato	Margini (Mon in % del fatturato) <sub>t</sub>	Tasso di rotazione del capitale investito <sub>t</sub>	Intensità di capitale (cap. investito per addetto) <sub>t</sub>	Integrazione verticale (valore aggiunto in % fatturato) <sub>t</sub>	Produttività del lavoro (valore aggiunto per addetto) <sub>t</sub>			
Distretto	16 Variabili dummy relative rispettivamente alle imprese distrettuali del 1991, a quelle del 1992, ..., a quelle del 2006	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Anno	15 Variabili dummy anno (1992, 1993, 1994, ..., 2006)	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Dimensione d'impresa	ln (fatturato) t-1	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Dimensione d'impresa	ln (fatturato) t-1^2	sì	no	no	no	no	no	no	no	no
Localizzazione geografica	3 Variabili dummy relative rispettivamente alle imprese del Nord-est (1 se l'impresa appartiene al Nord-est), a quelle del Centro, a quelle del Sud	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Settore industriale di appartenenza	7 Variabili dummy relative rispettivamente alle imprese dell'Alimentare (1 se l'impresa appartiene al comparto Alimentare), a quelle dei Beni per l'edilizia del Sistema Casa, a quelle del Mobile, a quelle degli Intermedi in metallo, a quelle della Moda-consumo, a quelle della Moda-intermedi, a quelle della Meccanica	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Gruppo	Variabile dummy (1 se l'impresa appartiene ad un gruppo societario)	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì	sì

L'apparente maggiore sensibilità al ciclo economico delle aree distrettuali potrebbe essere una conseguenza della “forma reticolare” tipica dei distretti industriali che li porterebbe ad affrontare con maggiore intensità sia le fasi di rafforzamento che quelle di ripiegamento. In presenza di uno shock esterno, come è stata la svalutazione della lira, la forma reticolare tipica dei distretti consente, grazie alla forte flessibilità offerta dalla possibilità di esternalizzare la produzione, di sfruttare rapidamente le nuove opportunità sui mercati, ricorrendo, ad esempio, al ricco bacino di microimprese e di lavoratori a domicilio presenti nel territorio. Maggiore flessibilità che nei momenti difficili consente alle imprese di rimodulare più velocemente i volumi prodotti rispetto al livello degli ordini acquisiti, riducendo il ricorso alle lavorazioni esternalizzate presso terzi e, soprattutto, al lavoro a domicilio. Anche la presenza di conoscenza condivisa sui mercati di sbocco può contribuire a rendere i distretti più sensibili al ciclo economico. Questa

tipologia di esternalità, infatti, riducendo le barriere di tipo informativo, innalza la propensione all'*export* delle imprese distrettuali<sup>11</sup> e nei momenti favorevoli rende più agevole l'accesso ai mercati esteri alle imprese marginali e/o meno strutturate sul fronte distributivo. Al contempo, però, nei momenti di inasprimento del contesto competitivo esterno, proprio questi operatori sono i primi ad abbandonare i mercati esteri, con evidenti ripercussioni negative sulla *performance* dei distretti.

Tab. 2 – La gestione industriale: segno e significatività delle 16 dummy di distretto

Modelli	Var. % fatturato	Margini	Tasso di rotazione del capitale inv.	Intensità di capitale	Integrazione verticale	Produttività del lavoro	Roi	Propensione all' <i>export</i>
variabili di controllo (a)	...	...	...	...	...	...	...	...
dummy distretto 1991	+ (**)	-	+ (***)	+	- (***)	+	+	+ (***)
dummy distretto 1992	+ (**)	-	+ (***)	+	- (***)	+	+	+ (***)
dummy distretto 1993	+ (***)	+	+ (***)	+	- (***)	+	+ (***)	+ (***)
dummy distretto 1994	+ (***)	+	+ (***)	+	- (***)	+	+ (***)	+ (***)
dummy distretto 1995	- (***)	-	+ (***)	+	- (***)	+	+ (**)	+ (***)
dummy distretto 1996	+	- (**)	+ (***)	+	- (***)	+	-	+ (***)
dummy distretto 1997	+ (***)	- (**)	+ (***)	+	- (***)	+	-	+ (***)
dummy distretto 1998	- (***)	- (***)	+ (***)	+	- (***)	+	- (*)	+ (***)
dummy distretto 1999	- (***)	- (**)	+ (***)	- (*)	- (***)	- (**)	-	+ (***)
dummy distretto 2000	+ (***)	-	+ (***)	+	- (***)	+	+	+ (***)
dummy distretto 2001	-	-	+ (***)	+	- (***)	+	-	+ (***)
dummy distretto 2002	+ (*)	- (***)	+ (***)	+	- (***)	-	- (***)	+ (***)
dummy distretto 2003	- (***)	- (***)	+ (**)	+	- (***)	+	- (***)	+ (***)
dummy distretto 2004	- (***)	- (***)	-	+	- (***)	+	- (***)	+ (***)
dummy distretto 2005	-	- (***)	-	+	- (***)	-	- (***)	+ (***)
dummy distretto 2006	+ (***)	- (**)	+	+ (*)	- (***)	+	-	+ (***)
Adj R-Sq	0.0780	0.0485	0.0496	0.0206	0.1856	0.0159	0.0452	0.0941

(\*\*\*) significatività all'1%; (\*\*) significatività al 5%; (\*) significatività al 10%. (a) Risultati disponibili su richiesta. Nota: non tutte le imprese forniscono dati relativi ai dipendenti e alle esportazioni. Il numero delle osservazioni è pertanto inferiore a 106.703 nei modelli relativi all'intensità di capitale investito e alla produttività del lavoro (97.196) e alla propensione all'*export* (48.517).

L'effetto distretto sulle performance di crescita può pertanto non svilupparsi esclusivamente in senso positivo, ma può, come si è appena visto, anche accentuare i risultati delle imprese, al rialzo nei momenti di espansione e al ribasso nelle fasi di rallentamento. Pertanto limitarsi a considerare solo gli aspetti positivi dell'effetto distretto significa concentrarsi solo su alcune peculiarità del territorio, che, come si è visto, innalzano strutturalmente la competitività delle imprese, alimentando il loro *know-how* tecnologico, innovativo e qualitativo. Così facendo, però, si trascurano altre caratteristiche del territorio, i cui effetti possono prevalere nei momenti sfavorevoli e nel breve termine.

Passando all'analisi delle componenti reddituali, si può osservare come sia confermata la maggiore efficienza nell'utilizzo del capitale investito (misurata dal tasso di rotazione)<sup>12</sup>: la *dummy* distretto, infatti, è quasi sempre significativa e positiva, perdendo però di significatività nell'ultimo triennio (2004-'06). L'elevato tasso di rotazione riscontrato nei distretti sembra quasi interamente spiegato dalla fitta rete di relazioni produttive tra gli attori del territorio, che

<sup>11</sup> Ciò è confermato dal segno positivo e significativo assunto dalle *dummy* distretto nello spiegare la propensione all'*export* delle imprese (cfr. tab. 2). L'esercizio econometrico conferma anche la relazione positiva tra propensione all'*export* e dimensioni aziendali.

<sup>12</sup> A risultati in parte analoghi giungono Fabiani, Pellegrini, Romagnano e Signorini (2000) utilizzando dati di bilancio di circa 10.900 piccole e medie imprese manifatturiere. Gli autori mostrano come in tutto il periodo 1982-1995 il ROI sia stato sistematicamente più elevato nelle imprese appartenenti a distretti, grazie alla maggiore efficienza produttiva rispetto alle imprese isolate.

consente di “scomporre” in maniera efficiente il processo produttivo, così come è evidente anche dal basso grado di integrazione verticale, che non penalizza la produttività del lavoro (Tab. 2). Sembra, dunque, che i distretti industriali abbiano davvero offerto esternalità positive sul piano produttivo, confermando pertanto quanto previsto sul piano teorico. Queste esternalità positive si sarebbero però andate affievolendo negli ultimi anni. Al momento non è del tutto chiaro se questa attenuazione possa anch'essa essere spiegata dalla maggiore flessibilità delle imprese distrettuali, o non sia invece da ricondurre alla trasformazione dei distretti, che ha portato ad una crescente intensità del capitale investito<sup>13</sup> e alla progressiva apertura delle catene del valore al di fuori del territorio. A partire dagli anni Novanta si è, infatti, assistito ad un'intensificazione del processo di apertura delle filiere produttive internazionali che ha visto coinvolti anche i distretti e le imprese che vi operano, con uno spostamento delle reti di fornitura e sub-fornitura – un tempo limitate al territorio distrettuale – verso i paesi emergenti (Est Europa e, in misura crescente, Asia)<sup>14</sup>.

Spunti interessanti emergono anche osservando l'equazione dei margini, che sono una misura indiretta del potere di mercato delle imprese. Il margine operativo netto in percentuale del fatturato, infatti, dipende dal grado di concorrenza presente nel mercato, ma anche dalla capacità dell'azienda di esprimere potere di mercato attraverso la differenziazione della propria offerta. Differenziazione che, a sua volta, è influenzata dalle strategie aziendali in tema di innovazione, marketing, posizionamento qualitativo, *time-to-market*, servizio post-vendita.

Il confronto dei margini unitari netti tra imprese distrettuali e imprese isolate, una volta controllato l'effetto di altri fattori come la dimensione o il settore di specializzazione, consente di capire se i distretti offrano esternalità positive non solo in termini produttivi, ma anche nelle fasi a monte e a valle del processo produttivo, che sono divenute sempre più strategiche nell'attuale contesto competitivo e richiedono investimenti continui in fattori produttivi immateriali<sup>15</sup>.

Dal confronto emerge come i margini (Mon in percentuale del fatturato) siano nel tempo divenuti inferiori nei distretti: tra il 1996 e il 1999 e tra il 2002 e il 2006, infatti, i margini unitari sono stati significativamente più elevati nelle imprese isolate. Anche in termini di margini, pertanto, le imprese localizzate nei distretti sembrano aver subito maggiormente le difficoltà dell'industria italiana nella prima metà degli anni Duemila. Ciò può essere una conseguenza della maggiore propensione all'export delle imprese distrettuali, che può aver inciso sulla loro capacità di fissare i propri margini in un contesto di forte apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro. Il *gap* in termini di margini può, però, anche nascondere, almeno indirettamente, alcune carenze del territorio distrettuale, che potrebbe non essere in grado di fornire vantaggi localizzativi in termini di differenziazione dell'offerta e in campo “terziario” (nelle fasi commerciale e distributiva *in primis*), sostenendo il potere di mercato delle aziende.

L'emergere di un differenziale negativo in termini di margini unitari e l'assottigliamento dei vantaggi offerti dalla maggiore efficienza tecnica hanno finito per avere ripercussioni non trascurabili sulla redditività della gestione industriale, qui misurata dal Roi. La *dummy* distretto, infatti, dopo aver assunto segno positivo e significativo tra il 1993 e il 1995, è divenuta negativa e significativa tra il 2002 e il 2005.

---

<sup>13</sup> La crescita dell'intensità del capitale investito può anche riflettere il tentativo da parte delle imprese distrettuali di contrastare la crescente concorrenza di prezzo dei paesi a basso costo del lavoro, investendo maggiormente in macchinari e attrezzature che vanno a sostituire, almeno in parte, la forza lavoro impiegata nelle fasi maggiormente standardizzabili del processo produttivo.

<sup>14</sup> Su questo tema cfr. Basile e Giunta (2004), Bortoluzzi e Civiero (2005), Callegari, (2005), Corò e Rullani (1998), Corò e Volpe (2003, 2004), Crestanello e Dalla Libera (2003), Crestanello e Tattara (2005), Foresti e Trenti (2007a), Graziani (2001), Tattara, Corò e Volpe (2006).

<sup>15</sup> A questo proposito cfr. Foresti e Trenti (2007b).

A ben vedere, però, esistono territori che sono ancora in grado di offrire vantaggi competitivi alle imprese che vi operano. Se, infatti, si stima l'equazione del Roi inserendo tra le variabili indipendenti le *dummy* di una sessantina di distretti industriali<sup>16</sup> emerge come le imprese di alcuni distretti (come, ad esempio, le calzature di Lucca, il Polo fiorentino della pelle) siano ancora caratterizzate da un livello del Roi significativamente più elevato (Tab. 3). Questi risultati riflettono in molti casi l'alto grado di rotazione del capitale investito e in alcuni casi l'elevato livello dei margini, e sembrano evidenziare la presenza di notevoli differenze da distretto a distretto, con territori distrettuali che continuano ad offrire vantaggi competitivi alle imprese locali, come suggerito da alcune analisi qualitative condotte sui singoli distretti.

**Tab. 3 – Distretti con ROI significativamente più elevato tra il 2002 e il 2006**

	ROI	Mon in % fatturato	Grado di rotazione
Calzature di Lucca	+ (***)	-	+ (***)
Concia e calz. di Santa Croce S/Arno	+ (***)	+ (**)	+
Polo fiorentino della pelle	+ (***)	+	+ (*)
Seta-Tessile di Como	+ (***)	+ (***)	+
Adj R-Sq	0.0352	0.0275	0.0021

(\*\*\*) significatività all'1%; (\*\*) significatività al 5%; (\*) significatività al 10%

Secondo questi lavori (De Michele, Foresti, Trenti, 2007), alcuni territori sono ricchi sia di competenze manifatturiere che di *know-how* immateriale, e contribuiscono ad alimentare la competitività e il potere di mercato delle imprese lì ubicate<sup>17</sup>. Altri, invece, non hanno saputo rinnovarsi e hanno subito un graduale impoverimento<sup>18</sup>. In questi casi la risposta di gran parte delle imprese al nuovo contesto competitivo si è limitata a ricercare costi del lavoro più contenuti tramite processi di internazionalizzazione produttiva e ha contribuito a diradare quella fitta rete di relazioni e/o scambi di merci, beni, esperienze, competenze e conoscenze tacite tipiche delle aree distrettuali. Talvolta anche le imprese localizzate nei territori più "attrezzati" in termini di competenze, conoscenze tacite e qualità del capitale umano hanno sofferto un calo dei margini. Tra questi rientra, ad esempio, il calzaturiero del Brenta (Foresti e Trenti, 2007c) che, pur essendo specializzato in calzature di qualità elevata o medio-alta e ricco di *know-how* in termini di *design*<sup>19</sup>, è stato penalizzato dalla fragilità di numerosi attori distrettuali sul fronte distributivo<sup>20</sup>.

<sup>16</sup> Non è stato possibile inserire una *dummy* per ognuno dei 100 distretti considerati in questo studio a causa della bassa numerosità delle imprese di circa 40 distretti. In questa parte dell'analisi i campioni chiusi di bilanci biennali sono stati selezionati eliminando solo le imprese che presentavano valori di Mol/Fatturato, Roi e tasso di crescita del fatturato superiori (inferiori) al 99° (1°) percentile della distribuzione. Le variabili inserite nella stima sono le stesse indicate nella tabella 1, eccezion fatta per le *dummy* anno (4 *dummy* relative agli anni 2003, 2004, 2005 e 2006) e le variabili di distretto. In questo caso sono state inserite 60 *dummy* di distretto: una per ogni distretto (59) di cui si disponeva di una numerosità sufficientemente elevata e una per i 41 distretti con poche osservazioni.

<sup>17</sup> Nel mobile della Brianza, ad esempio, le imprese hanno mantenuto una marginalità elevata, grazie alla presenza di un contesto esterno ricco di conoscenza, saper fare prodotti di qualità e diversificati, *know-how* in termini di *design*.

<sup>18</sup> Nei distretti mobiliari di Manzano e della Murgia, ad esempio, il territorio è ricco di una cultura monoprodotto e fatica ad offrire conoscenza e saperi su produzioni diverse da quella di specializzazione.

<sup>19</sup> Il Brenta è ricco di modellisti, interni alle aziende ma anche esterni, che coniugano la conoscenza dei materiali e delle lavorazioni con la creatività e la fantasia e traducono i bozzetti di calzature in modelli sviluppati per taglie, mostrando "sensibilità" nel cogliere le tendenze di mercato.

<sup>20</sup> Negli ultimi anni molti terzisti locali privi di sbocchi commerciali diretti hanno dovuto accettare una riduzione dei listini imposta dalle grandi case di moda internazionali, a causa di rapporti di collaborazione fragili e spesso poco remunerativi.

## 4 La gestione finanziaria

### 4.1 L'analisi descrittiva

L'analisi dei bilanci aziendali consente anche di capire se il territorio distrettuale offra alle imprese vantaggi localizzativi da un punto di vista finanziario, concentrandosi sugli effetti indiretti della localizzazione in un distretto industriale sulla struttura finanziaria<sup>21</sup>, sulla composizione (breve termine, medio-lungo termine, bancario e non) e sul costo del debito.

In termini di struttura finanziaria l'evidenza empirica è ambigua: Signorini (1994), ad esempio, scopre nell'area di Prato un "effetto distretto" sulla leva finanziaria (che è più elevata), mentre Fabiani, Pellegrini, Romagnano e Signorini (2000), estraendo dall'archivio della Centrale dei bilanci i dati di bilancio di circa 10.900 piccole e medie imprese manifatturiere, ottengono il risultato opposto, con le imprese distrettuali che avrebbero in media un *leverage* più basso. In entrambi i casi, però, si tratta di analisi descrittive che non tengono conto di una serie di fattori che possano influenzare la leva finanziaria, come la localizzazione geografica, l'appartenenza ad un gruppo di imprese, la specializzazione produttiva, le dimensioni aziendali, ecc..

Anche in tema di costo del debito i lavori empirici non forniscono risultati univoci, indicando, in alcuni casi, un "effetto distretto" sul tasso di interesse applicato sui prestiti bancari, che nei distretti sarebbe leggermente più basso<sup>22</sup>, e, in altre ricerche, un'incidenza degli oneri finanziari superiore nelle aree distrettuali<sup>23</sup>.

In questo paragrafo verrà presentata una breve analisi descrittiva<sup>24</sup>, mentre nel prossimo, sulla falsariga di quanto fatto per i risultati della gestione industriale, verrà condotto un semplice esercizio econometrico volto a stimare il legame tra l'appartenenza a distretti industriali e leva finanziaria<sup>25</sup>, composizione e costo del debito, introducendo una serie di variabili di controllo (Tab. 4).

L'analisi descrittiva mette in risalto un livello della leva finanziaria più elevato tra gli operatori distrettuali, che, al contempo, non presentano un costo del debito maggiore (Fig. 7). Quanto emerso può essere meglio qualificato disaggregando la leva finanziaria, che può essere scomposta in base al tipo di soggetto erogatore del finanziamento (bancario e non bancario) e alla scadenza (breve termine vs. medio e lungo termine). Questa disaggregazione suggerisce che il differenziale tra imprese distrettuali e imprese non distrettuali è interamente spiegato dalla componente bancaria dei debiti finanziari<sup>26</sup> e, più specificamente, dai debiti finanziari a breve termine verso le banche (Fig. 8). E', infatti, ampio il divario in termini di incidenza dei finanziamenti a breve termine dal settore bancario, che si mantiene su livelli più elevati nei distretti. Va, tuttavia, sottolineato come negli anni Duemila si sia assistito ad una ricomposizione delle fonti di finanziamento a favore delle scadenze a più lungo termine. Ricomposizione che, insieme all'adozione della moneta unica, si è tradotta in un ridimensionamento del costo del debito, sia dentro che fuori i distretti.

---

<sup>21</sup> Su questo tema si veda un recente contributo di Guelpa e Tirri (2007). Si vedano anche gli studi sulle banche locali e sulla finanza dei sistemi economici locali contenuti in Signorini (2000).

<sup>22</sup> Cfr. Finaldi Russo e Rossi (1999) e Fabiani, Pellegrini, Romagnano, Signorini (2000).

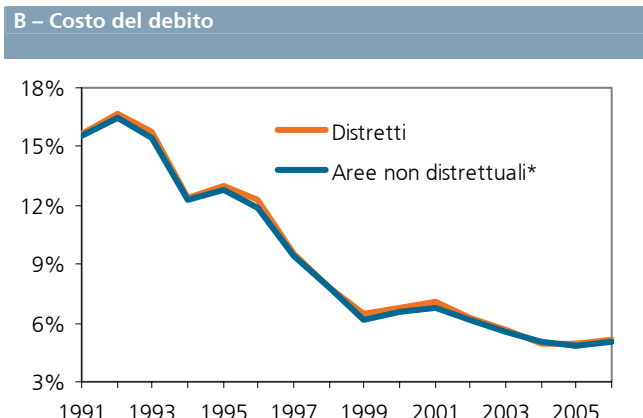
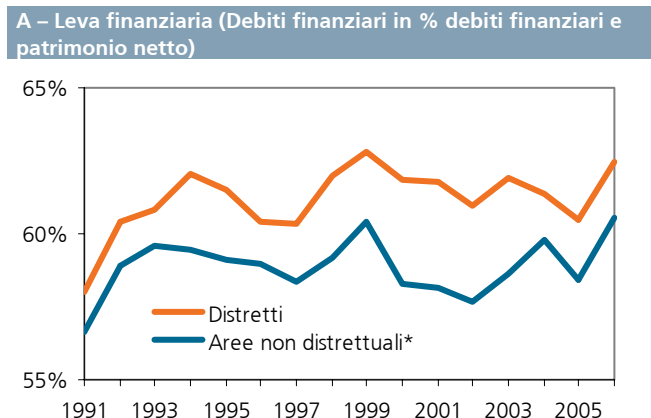
<sup>23</sup> Cfr. Signorini (1994).

<sup>24</sup> L'analisi è realizzata sullo stesso campione di imprese del paragrafo precedente.

<sup>25</sup> 
$$\text{Leva finanziaria} = \frac{\text{debiti finanziari}}{\text{debiti finanziari} + \text{Patrimonio netto}}$$

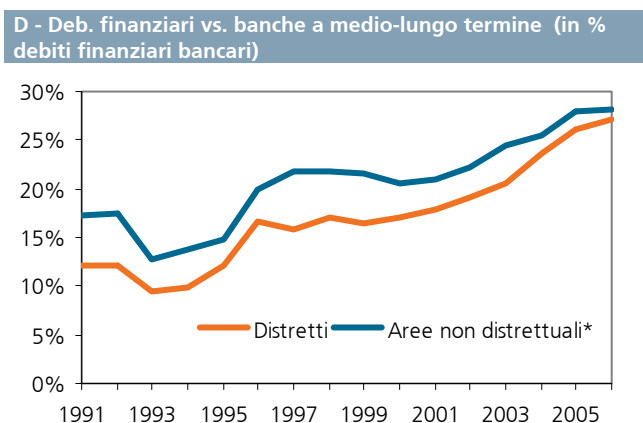
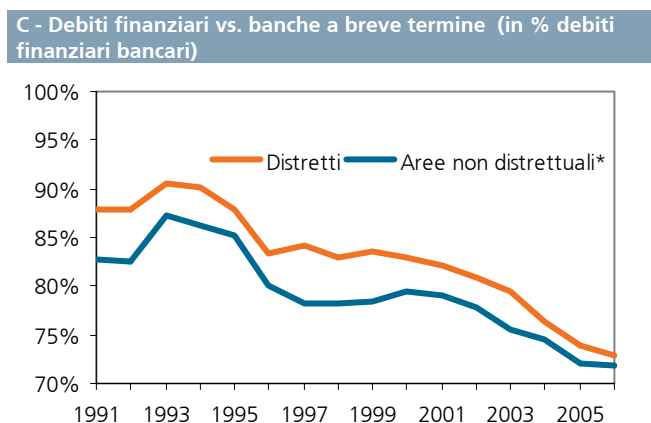
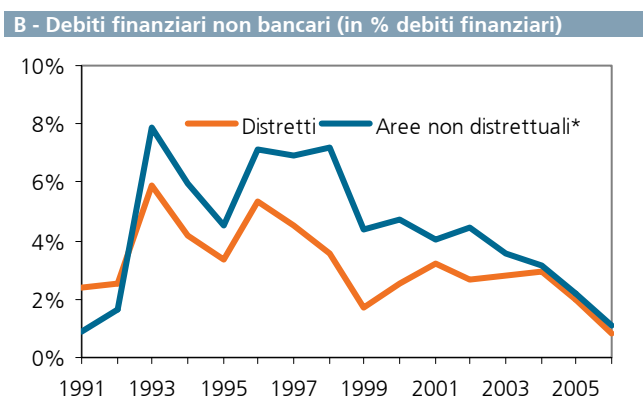
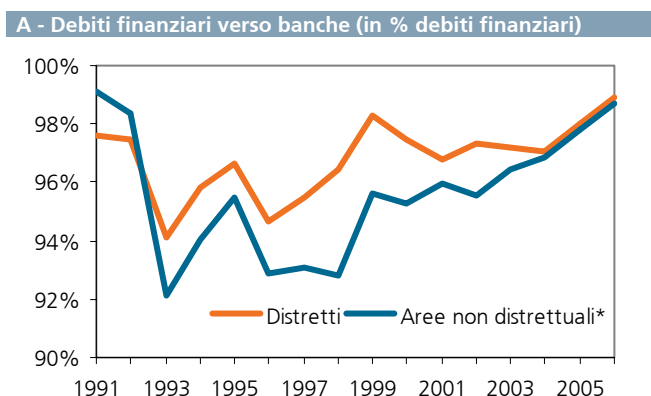
<sup>26</sup> Si noti come i debiti non bancari rappresentino una quota residuale delle fonti di finanziamento delle imprese manifatturiere.

Fig. 7 – Leva finanziaria e costo del debito (valori medi)



\*Imprese non distrettuali operanti negli stessi comparti dei distretti. Fonte: ns. elaborazioni su bilanci aziendali

Fig. 8 – Componenti della Leva finanziaria (valori medi)



\*Imprese non distrettuali operanti negli stessi comparti dei distretti. Nota: per finalità espositive sono presentate sia le figure A e C che le figure B e D, pur essendo le coppie di figure (A e B; C e D) complementari. Fonte: ns. elaborazioni su bilanci aziendali

## 4.2 La verifica econometrica

Le principali indicazioni emerse dall'analisi descrittiva sono in gran parte confermate dalle elaborazioni econometriche<sup>27</sup> mostrate nella tabella 5<sup>28</sup>: nei sedici anni osservati la leva finanziaria è stata significativamente più elevata nelle imprese distrettuali tra il 1994 e il 2004 e nel 2006. La scomposizione del debito per soggetto finanziatore mostra come il differenziale osservato tra distretti e aree non distrettuali sia interamente spiegato dagli elevati debiti finanziari delle imprese distrettuali nei confronti del sistema bancario. Il supporto apparentemente maggiore del sistema bancario non sembra essersi tradotto in un più alto costo del debito.

Tab. 4 – Modelli, variabili e indicatori

Variabili indipendenti	Misure	Leva finanziaria	Debiti finanz. vs. banche (a)	Debiti finanz. non bancari (a)	Debiti finanz. vs. banche a breve termine (b)	Debiti finanz. vs. banche a medio-lungo termine (b)	Costo del debito
Distretto	16 Variabili dummy relative rispettivamente alle imprese distrettuali del 1991, a quelle del 1992,..., a quelle del 2006	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Anno	15 Variabili dummy anno (1992, 1993, 1994, ..., 2006)	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Dimensione d'impresa	ln (fatturato) t-1	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Localizzazione geografica	3 Variabili dummy relative rispettivamente alle imprese del Nord-est (1 se l'impresa appartiene al Nord-est), a quelle del Centro, a quelle del Sud	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Settore industriale di appartenenza	7 Variabili dummy relative rispettivamente alle imprese dell'Alimentare (1 se l'impresa appartiene al comparto Alimentare), a quelle dei Beni per l'edilizia del Sistema Casa, a quelle del Mobile, a quelle degli Intermedi in metallo, a quelle della Moda-consumo, a quelle della Moda-intermedi, a quelle della Meccanica	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Gruppo	Variabile dummy (1 se l'impresa appartiene ad un gruppo societario)	sì	sì	sì	sì	sì	sì

(a) in % dei debiti finanziari totali; (b) in % dei debiti finanziari vs. le banche.

La scomposizione del debito bancario per durata consente di osservare come fino al 2003 le imprese distrettuali abbiano fatto maggior ricorso (rispetto ai *competitor* esterni italiani) ai debiti bancari a breve termine; dal 2004 in poi, però, queste differenze si sono attenuate. Il differenziale osservato può almeno in parte riflettere la maggiore disintegrazione verticale del processo produttivo, che si può tradurre in una più alta domanda di finanziamenti bancari a breve termine.

L'alta domanda di credito bancario espressa dalle imprese distrettuali è poi soddisfatta dal circuito bancario presente nei distretti, che si caratterizza per l'alta densità di banche locali (Farabullini e Gobbi, 2000; Finaldi Russo e Rossi, 2000; Cocozza, 2000; Alessandrini, Presbitero e Zazzaro, 2008). Queste ultime sono un interlocutore privilegiato per le aziende distrettuali, potendo far leva su un prezioso patrimonio informativo costruito nel tempo, grazie alla forte

<sup>27</sup> Per una descrizione dei modelli stimati si rimanda alla tabella 4.

<sup>28</sup> Risultati analoghi sono stati ottenuti includendo tra le variabili indipendenti anche l'intensità delle immobilizzazioni e i margini operativi lordi in percentuale del fatturato (al tempo t-1).

interdipendenza con l'ambiente economico e sociale dell'area di insediamento, nonché alla bassa mobilità relativa del personale.

Tab. 5 – Leva finanziaria e Costo del debito: segno e significatività delle dummy distretto

Modelli	Leva finanziaria	Debiti finanz. vs. banche (a)	Debiti finanz. non bancari (a)	Debiti finanz. vs. banche a breve termine (b)	Debiti finanz. vs. banche a medio-lungo termine (b)	Costo del debito
variabili di controllo (c)	...	...	...	...	...	...
dummy distretto 1991	+	-	+	+(***)	- (***)	-
dummy distretto 1992	+	-	+	+(***)	- (***)	+
dummy distretto 1993	+	+	-	+	-	+
dummy distretto 1994	+(***)	+	-	+(**)	- (**)	-
dummy distretto 1995	+(**)	+	-	+	-	+(**)
dummy distretto 1996	+(*)	+(**)	- (**)	+	-	+
dummy distretto 1997	+(***)	+(***)	- (***)	+(***)	- (***)	+
dummy distretto 1998	+(***)	+(***)	- (***)	+(***)	- (***)	-
dummy distretto 1999	+(***)	+(***)	- (***)	+(**)	- (**)	+
dummy distretto 2000	+(***)	+(***)	- (***)	+(**)	- (**)	+
dummy distretto 2001	+(***)	+(***)	- (***)	+(**)	- (**)	+
dummy distretto 2002	+(***)	+(***)	- (***)	+(***)	- (***)	+
dummy distretto 2003	+(***)	+(***)	- (***)	+(**)	- (**)	+
dummy distretto 2004	+(*)	+(**)	- (***)	+	-	-
dummy distretto 2005	+	+	-	+	-	-
dummy distretto 2006	+(*)	+(***)	- (*)	+	-	-
Adj R-Sq	0.0167	0.0244	0.0282	0.0295	0.0295	0.4056

(\*\*\*) significatività all'1%; (\*\*) significatività al 5%; (\*) significatività al 10% (a) in % dei debiti finanziari totali; (b) in % dei debiti finanziari vs. le banche; (c) risultati disponibili su richiesta. Nota: per finalità espositive sono presentati sia i risultati delle colonne 3 e 5, sia quelli delle colonne 4 e 6, pur essendo le coppie di colonne (3 e 4; 5 e 6) complementari.

## 5 Conclusioni

Il confronto tra aree distrettuali e non distrettuali ha consentito di analizzare l'effetto distretto sotto diversi aspetti: dalle *performance* sui mercati esteri ai risultati reddituali, alla gestione finanziaria.

In termini di leva finanziaria emerge come lungo tutto il periodo di osservazione (eccezion fatta per il triennio 1991-'93 e il 2005) le imprese distrettuali mostrino un livello significativamente superiore della leva finanziaria, che è spiegato dal maggior ricorso al debito bancario (causato anche dall'elevata frammentazione del processo produttivo) e non si traduce in un costo del debito più elevato rispetto a quello delle imprese ubicate al di fuori dei distretti.

Sul fronte dell'evoluzione delle esportazioni e del fatturato sembrano, invece, svaniti i vantaggi localizzativi, così intensi almeno fino alla prima metà degli anni Novanta. A ben vedere questi risultati potrebbero nascondere alcune specificità dei distretti che, per via della loro peculiare "forma reticolare", dell'accentuata divisione del processo produttivo e di una elevata propensione all'*export*, vivono con maggiore intensità sia le fasi di rafforzamento, che quelle di rallentamento. In particolare, nei distretti industriali il ricorso a subfornitori locali (composti tra l'altro da microimprese e lavoratori a domicilio e a tempo parziale, stagionali) si accentua nei momenti di espansione della domanda, mentre nella fasi di stabilità o di recessione, l'adeguamento dei volumi prodotti agli ordinativi raccolti può essere più rapido, potendo più o meno agevolmente ridimensionare il ricorso ai terzisti locali e, più in particolare, al lavoro a domicilio.

Anche in termini di redditività industriale (Roi) qualcosa è cambiato, così come è evidente dall'analisi delle sue componenti: il tasso di rotazione del capitale e i margini unitari netti. L'emergere di un differenziale negativo in termini di margini unitari e l'assottigliamento dei vantaggi offerti dalla maggiore efficienza tecnica hanno finito per avere forti ripercussioni sulla redditività della gestione industriale delle imprese distrettuali, che tra il 2002 e il 2005 hanno ottenuto livelli del Roi significativamente inferiori a quelli conseguiti dalle imprese non distrettuali.

Più nel dettaglio, dall'analisi del tasso di rotazione del capitale emerge come la maggiore efficienza nell'utilizzo del capitale, riscontrata nei distretti nel corso degli anni Novanta, si sia attenuata negli ultimi anni. Ciò potrebbe anche essere una conseguenza dei percorsi di internazionalizzazione intrapresi da un numero crescente di imprese distrettuali, che hanno portato all'apertura delle catene del valore al di fuori del territorio. Tali processi, nel caso in cui i fornitori locali siano sostituiti da quelli esteri, possono assottigliare la fitta trama di relazioni intra-distrettuali, mettendo in discussione quel virtuoso flusso e/o scambio informativo tra clienti e fornitori che in passato ha alimentato il processo innovativo e la competitività dei distretti industriali.

Passando all'altra componente del Roi, i margini operativi netti in percentuale del fatturato, si può osservare come a partire dal 2002 si sia aperto un differenziale negativo a sfavore delle imprese distrettuali, segnalando un deficit di potere di mercato. Ciò, oltre ad essere una conseguenza dell'elevata propensione ad esportare delle imprese localizzate nei distretti in un contesto di forte apprezzamento del tasso effettivo nominale dell'euro, può anche riflettere, almeno indirettamente, alcune debolezze del territorio distrettuale, che non sembra fornire vantaggi localizzativi in termini di differenziazione dell'offerta e, soprattutto, in campo "terziario" (nelle fasi commerciale e distributiva *in primis*). Anche in questo caso la progressiva apertura del distretto potrebbe aver rotto qualcosa nei meccanismi di trasmissione e diffusione di innovazione e di cultura produttiva (che si traduce anche nel saper differenziare l'offerta) all'interno dei distretti, che in passato hanno consentito anche ad aziende di dimensioni ridotte di innovare e differenziare la propria produzione.

Resta da capire se e come i distretti possano anche in futuro rappresentare uno "strumento" per superare i limiti posti dalle ridotte dimensioni delle aziende italiane. In particolare, nel nuovo contesto competitivo è il segmento delle Pmi quello che sembra essere sempre più spiazzato, essendo per lo più privo di competenze non manifatturiere e in difficoltà nel seguire "informalmente" lo sviluppo tecnologico e distributivo dei grandi attori distrettuali. Una risposta parziale a questi quesiti va ricercata nell'elevata divaricazione di *performance* tra distretti specializzati nelle medesime produzioni. Questa divaricazione, infatti, sembra essere un indizio forte dell'esistenza di importanti vantaggi localizzativi in alcune aree distrettuali italiane. Vantaggi localizzativi sia in termini di competenze terziarie, sia in termini di diffusione di *know-how* manifatturiero, che consente di innalzare la qualità delle produzioni, differenziare e adeguare costantemente l'offerta alla domanda, controllare e alimentare il processo innovativo, esplorare e scoprire nuove nicchie di mercato. I distretti che ottengono i migliori risultati di crescita e redditività sono, infatti, anche quelli in cui il territorio continua ad offrire esternalità sul piano manifatturiero ed è sempre più ricco di capitale umano e servizi avanzati (dal *design* alla consulenza, alla ricerca). In questi casi il distretto rappresenta ancora un'importante leva competitiva, che accompagna ed affianca l'emersione di "vere e proprie medie imprese, soprattutto finali, cioè specializzate nella progettazione e nella commercializzazione dei prodotti" (Becattini e Dei Ottati, 2006).

## Bibliografia

Alessandrini P., A.F. Presbitero, A. Zazzaro (2008), Banche e imprese nei distretti industriali, «Quaderni di ricerca», n. 309.

Baffigi A., M. Pagnini, F. Quintiliani (2000), Localismo bancario e distretti industriali: assetto dei mercati del credito e finanziamento degli investimenti, in Signorini (2000).

Bagella M., L. Becchetti, S. Sacchi (1998), The positive link between geographical agglomeration and export intensity: the engine of Italian endogenous growth, in «Economic Notes», 27, 1, pp. 1-34.

Basile R., A. Giunta (2004), Things change. Foreign market penetration and firms' behaviour in industrial districts: an empirical analysis, in «Working Paper Isae» n. 48.

Becattini G. (1989), Riflessioni sul distretto industriale marshalliano come concetto socio-economico, in «Stato e Mercato», 25, pp. 111-28.

Becattini G. (1998), Distretti industriali e Made in Italy. Le basi socioculturali del nostro sviluppo economico, Torino, Bollati Boringhieri.

Becattini G., G. Dei Ottati (2006), L'economia italiana negli anni Novanta: un confronto tra aree di grande impresa e distretti industriali, in «Economia e politica industriale», 33, 1, pp. 5-24.

Becchetti L., A. de Panizza, F. Oropallo (2003), Distretti industriali: identità e *performance*, Atti del convegno Internazionalizzazione dei distretti industriali, Roma, 20-21 marzo 2003.

Bortoluzzi G., M. Civiero (2005), Processi di internazionalizzazione nel distretto del mobile del Livenza – Quartier del Piave, in «Economia e società regionale», 90, 2, pp. 100-135.

Bugamelli M., L. Infante (2003), Sunk costs of exports, Banca d'Italia, in «Temi di discussione», n. 469.

Callegari F. (2005), Strategie e modelli di internazionalizzazione del distretto di Montebelluna, in «Economia e società regionale», 90, 2, pp. 136-164.

Cameron A. C., J.B. Gelbach, D.L. Miller (2006), Robust inference with multi-way clustering, in «Nber Technical Working Paper» n. 327.

Cocozza E. (2000), Le relazioni finanziarie nei distretti industriali, in Signorini (2000).

Corò G., E. Rullani (a cura di) (1998), Percorsi locali di internazionalizzazione, Milano, Franco Angeli.

Corò G., M. Volpe (2003), Frammentazione produttiva e apertura internazionale nei sistemi di piccola e media impresa, in «Economia e società regionale», 81, 1, pp. 67-107.

Corò G., M. Volpe (2004), Nuove forme di integrazione internazionale della produzione: un'analisi economico-industriale per le filiere del Made in Italy", in A. Rossi (a cura di), La governance dell'internazionalizzazione produttiva, Roma, Quaderni Formez.

Crestanello P., P.E. Dalla Libera (2003), La delocalizzazione produttiva all'estero nell'industria della moda: il caso di Vicenza, in «Economia e società regionale», 82, 2, pp. 5-46.

Crestanello P., G. Tattara (2005), Connessioni e competenze nei processi di delocalizzazione delle industrie venete di abbigliamento calzature in Romania, in «Economia e società regionale», 90, 2, pp. 63-99.

De Michele C., G. Foresti, S. Trenti (2007), I distretti italiani del mobile, in «Studi sui distretti italiani», Servizio Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo.

Dei Ottati G. (1995), Tra mercato e comunità, Milano, Franco Angeli.

Fabiani S., G. Pellegrini, E. Romagnano, L.F. Signorini (2000), L'efficienza delle imprese nei distretti industriali italiani, in Signorini (2000).

Farabullini F., G. Gobbi (2000), Le banche nei sistemi locali di produzione, in Signorini (2000).

Federico S. (2006), L'internazionalizzazione produttiva italiana e i distretti industriali: un'analisi degli investimenti diretti all'estero, Banca d'Italia, in «Temi di discussione», n. 592.

Finaldi Russo P., P. Rossi (2000), Costo e disponibilità del credito per le imprese nei distretti industriali, in Signorini (2000).

Foresti G., F. Guelpa, S. Trenti (2007), Strategie e *performance*: un'analisi econometrica, in Guelpa F. e Micelli S. (a cura di), I distretti industriali del terzo millennio, Il Mulino, Bologna

Foresti G., S. Trenti (2006), Apertura delle filiere produttive: la nuova collocazione dell'industria italiana nello scenario internazionale, in Tattara, Corò e Volpe (a cura di).

Foresti G., S. Trenti (2007a), I distretti in trasformazione: nuovi mercati, internazionalizzazione e l'emergere di leadership, in Guelpa F. e Micelli S. (a cura di), I distretti industriali del terzo millennio, Bologna, il Mulino.

Foresti G., S. Trenti (2007b), Strategie e *performance*: le esperienze dei principali distretti, in Guelpa F. e Micelli S. (a cura di), I distretti industriali del terzo millennio, Bologna, il Mulino.

Foresti G., S. Trenti (2007c), Il distretto della calzatura del Brenta, in «Studi sui distretti italiani», Servizio Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo.

Garofoli G. (2003), Distretti Industriali e processo di globalizzazione: trasformazioni e nuove traiettorie, in G. Garofoli (a cura di), Impresa e territorio, Bologna, Il Mulino.

Garofoli G. (2006), Strategie di sviluppo e politiche per l'innovazione nei distretti industriali, in Quintieri B. (a cura di), I distretti industriali dal locale al globale, Osservatorio nazionale per l'internazionalizzazione e gli scambi, Fondazione Manlio Masi, Rubettino Editori.

Gow I.D., Ormazabal G., Taylor D.J. (2008), Correcting for Cross-Sectional and Time-Series Dependence in Accounting Research, Working paper, Stanford University.

Graziani G. (2001), International subcontracting in the textile and clothing industry, in S.W. Arndt, H. Kierzkowsky (a cura di), Fragmentation. New production patterns in the world economy, Oxford, Oxford University Press.

Guelpa F., V. Tirri (2007), Un diverso modo di fare banca per un diverso modo di fare impresa, in Guelpa F. e Micelli S. (a cura di), I distretti industriali del terzo millennio, Bologna, il Mulino.

Intesa Sanpaolo, Monitor dei Distretti, Servizio Studi e Ricerche, vari numeri.

Intesa Sanpaolo (2008), Economia e finanza dei distretti industriali, n.1, Servizio Studi e ricerche, dicembre 2008.

Lee Y.W., J.D. Stowe (1993), Product risk, asymmetric information, and trade credit, in «Journal of financial and quantitative analysis», 28(2), pp. 285-300.

Long M.S., I.B. Malitz, S.A. Ravid (1993), Trade credit, quality guarantees, and product marketability, in «Financial management», 22(4), pp. 117-27.

Mediobanca e Unioncamere (2008), Le medie imprese industriali italiane (1996-2005).

Menghinello S. (2003), Dimensione locale e competitività sui mercati internazionali: il contributo dei sistemi locali di piccola e media impresa alle esportazioni nazionali, Atti del convegno Internazionalizzazione dei distretti industriali, Roma, 20-21 marzo 2003.

Pagnini M. (2000), I vincoli finanziari per le imprese distrettuali, in Signorini L.F. (a cura di).

Petersen M. (2008), Estimating standard errors in finance *panel* data sets: Comparing approaches, in «Review of Financial Studies» forthcoming.

Rotondi Z. (2005), Banche, finanziamento dello sviluppo e dell'innovazione e internazionalizzazione, in Bracchi G., Masciandaro D. (a cura di), Decimo rapporto SFI. Le banche italiane e la finanza per lo sviluppo: territori, imprese e famiglie, Edibank-Bancaria Editrice.

Rullani E. (2002), Il distretto industriale come sistema adattivo complesso, in A. Quadrio Curzio e M. Fortis (a cura di), Complessità e distretti industriali. Dinamiche, modelli, casi reali, Bologna, Il Mulino.

Signorini L.F.(1994), The price of Prato, or measuring the industrial district effect, in «Papers in regional science», 4, pp. 369-92.

Signorini L.F. (a cura di), 2000, Lo sviluppo locale: un'indagine della Banca d'Italia sui distretti industriali, Meridiana Libri, Donzelli Ed., Roma.

Tattara G., G. Corò, M. Volpe (a cura di) (2006), Andarsene per continuare a crescere, La delocalizzazione internazionale come strategia competitiva, Roma, Carocci.

Thompson S., (2006), Simple formulas for standard errors that cluster by both firm and time, Working paper, Harvard University.

Ughetto E. (2006), Banche, finanziamento dello sviluppo e dell'innovazione e internazionalizzazione, in Bracchi G., Masciandaro D. (a cura di), Undicesimo rapporto SFI. Banche e geografia: nuove mappe produttive e metamorfosi del credito, Edibank-Bancaria Editrice.

Viesti G. (1992), Crisi ed evoluzione dei distretti industriali, in F. Onida, G. Viesti e A.M. Falzoni (a cura di), I distretti industriali: crisi o evoluzione?, Milano, Egea.

## Ultimi studi apparsi nella "Collana Ricerche "

- R02-01 E. De Riva – L. Noto, Gli effetti della tassazione sulla struttura a termine dei tassi d'interesse: il caso dei Japanese Govt Bonds, Febbraio 2002
- R02-02 F. Franzina – J. Linon, La riforma fiscale lussemburghese del 2002. Nuove prospettive per la detenzione e valorizzazione di partecipazioni nel Granducato, Marzo 2002
- R02-03 L. Campanini, Gli accordi nel settore dei servizi pubblici locali, Luglio 2002
- R02-04 J. Alworth, G. Arachi, R. Hamai, Adjusting capital income taxation: some lessons from the Italian experience, Settembre 2002
- R02-05 R. Hamai – F. Spinelli, Hedge Funds: cosa insegna la recente letteratura empirica, Novembre 2002
- R03-01 A. Jamaleh – L. Ruggerone, Modelling Eastern Europe currencies in the run-up to joining the EMU, Giugno 2003
- R03-02 E. Coletti – A. Colombo – G. De Felice – V. Tirri, Structure and performance of central and eastern european banking sectors, Luglio 2003
- R04-01 E. Bernini, Strategies based on Dividends in the Italian Stock Exchange, Luglio 2004
- R04-02 F. Guelpa – V. Tirri, Market structure and relationship lending: effects on the likelihood of credit tightening in the Italian banking industry, Luglio 2004
- R05-01 F. Guelpa, Crescita dell'impresa e complessità finanziaria, Maggio 2005
- R05-02 G. Foresti – F. Guelpa - S. Trenti, Struttura settoriale e dimensionale dell'industria italiana: effetti sull'evoluzione della produttività del lavoro, Dicembre 2005
- R06-01 G. De Felice – V. Tirri, Financial structure of central and eastern European countries: development trends and role of the banks, Marzo 2006
- R06-02 A. Baglioni – R. Hamai, The industrial organization of post-trading, Ottobre 2006
- R07-01 G. Cifarelli – G. Paladino, The buffer stock model redux? An analysis of the dynamics of foreign reserve accumulation, Febbraio 2007
- R07-02 G. Foresti – F. Guelpa – S. Trenti, Quali leve per il rilancio dell'industria? La questione dimensionale, Giugno 2007
- R07-03 G. Foresti – F. Guelpa – S. Trenti, La terziarizzazione dell'economia europea: è vera deindustrializzazione?, Luglio 2007
- R07-04 V. Tirri – Multiple banking relationships and credit market competition: what benefits the firm?, Ottobre 2007
- R08-01 V. Tirri – Condizioni di accesso al credito nei mercati meridionali: esiste davvero un problema di restrizione creditizia?, Ottobre 2008
- R08-02 E. Coletti – Deleveraging, capital instruments, and capital adequacy measures: key issues in the financial crisis and specific features of Italian banks, Dicembre 2008
- R09-01 G. Foresti – F. Guelpa – S. Trenti, "Effetto distretto": esiste ancora?, Gennaio 2009

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo.